

10～12月期の米国は在庫抑制により成長率急低下の可能性

米国の7～9月期GDP成長率は一次推計値の前期比年率2.8%が二次推計値で3.6%へ上方修正され、4～6月期の2.5%から成長加速。但し、高成長の主因は、在庫投資の急増。在庫投資を除いたベースの成長率は、4～6月期と同程度の2%にとどまる。在庫水準は過大であり、10～12月期は在庫抑制が生じる見込み。10～12月期のGDP成長率は1%を下回る可能性あり。

7～9月期成長率は年率3.6%へ上方修正も、主因は在庫投資

米国の7～9月期実質GDP成長率は、一次推計値の前期比年率2.8%が二次推計値で3.6%へ大幅に上方修正された。但し、上方修正は在庫投資の寄与度変化による部分が0.85%Pt（一次推計値0.83%Pt 二次推計値1.68%Pt）を占めており、在庫投資以外、つまり最終需要という観点では大きな変更はない。後述するように、7～9月期の在庫水準は過大である可能性が高く、10～12月期には在庫調整が生じると考えられる。そのため、今回の7～9月期GDP成長率の上方修正をもって、景気判断を引き上げる必要はないと考えられる。

個人消費は下方修正、設備投資が上方修正

在庫投資以外の動向を見ると、まず国内最終需要は一次推計値の前期比年率1.7%が二次推計値で1.8%へ僅かに上方修正された。民間最終需要が2.0%から2.1%への上方修正、政府支出も0.2%から0.4%へ引き

GDPの改訂状況

	前期比年率 %					前期比年率・寄与度 %Pt				
	2012年		2013年			2012年		2013年		
	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月		
	Final	Final	Final	1st	2nd	Final	Final	Final	1st	2nd
GDP	0.1	1.1	2.5	2.8	3.6	-	-	-	-	-
個人消費	1.7	2.3	1.8	1.5	1.4	1.13	1.54	1.24	1.04	0.96
耐久財	10.5	5.8	6.2	7.8	7.7	0.74	0.43	0.46	0.57	0.56
非耐久財	0.6	2.7	1.6	2.7	2.4	0.10	0.43	0.26	0.42	0.37
サービス	0.6	1.5	1.2	0.1	0.0	0.29	0.69	0.53	0.05	0.02
設備投資	9.8	▲4.6	4.7	1.6	3.5	1.13	▲0.57	0.56	0.20	0.42
構築物投資	17.6	▲25.7	17.6	12.3	13.8	0.44	▲0.80	0.43	0.32	0.36
機器	8.9	1.6	3.3	▲3.7	0.0	0.47	0.09	0.18	▲0.21	0.00
知的所有権	5.7	3.7	▲1.5	2.2	1.7	0.21	0.14	▲0.06	0.09	0.07
住宅投資	19.8	12.5	14.2	14.6	13.0	0.50	0.34	0.40	0.43	0.38
在庫投資	-	-	-	-	-	▲2.00	0.93	0.41	0.83	1.68
農業	-	-	-	-	-	0.10	0.88	0.12	0.11	0.11
非農業	-	-	-	-	-	▲2.09	0.06	0.30	0.71	1.58
純輸出	-	-	-	-	-	0.68	▲0.28	▲0.07	0.31	0.07
輸出	1.1	▲1.3	8.0	4.5	3.7	0.15	▲0.18	1.04	0.60	0.50
輸入	▲3.1	0.6	6.9	1.9	2.7	0.53	▲0.10	▲1.10	▲0.30	▲0.43
政府支出	▲6.5	▲4.2	▲0.4	0.2	0.4	▲1.31	▲0.82	▲0.07	0.04	0.09
連邦	▲13.9	▲8.4	▲1.6	▲1.7	▲1.4	▲1.19	▲0.68	▲0.12	▲0.13	▲0.10
国防	▲21.6	▲11.2	▲0.6	▲0.7	▲0.3	▲1.22	▲0.57	▲0.03	▲0.03	▲0.01
非国防	1.0	▲3.6	▲3.1	▲3.3	▲3.1	0.03	▲0.11	▲0.09	▲0.10	▲0.09
地方政府	▲1.0	▲1.3	0.4	1.5	1.7	▲0.12	▲0.14	0.05	0.17	0.19

(出所) U.S. BEA

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

上げられている。民間最終需要では、個人消費（一次推計値 1.5% 二次推計値 1.4%）と住宅投資（14.6% 13.0%）が下方修正されたものの、設備投資（1.6% 3.5%）が上方修正され、ネットでは若干の上方修正だった。設備投資は、構築物投資と機器投資がともに引き上げられている。

一方、輸出が 4.5%から 3.7%へ下方修正、輸入は 1.9%から 2.7%へ上方修正されたため、輸出から輸入を控除した純輸出の成長率に対する寄与度は 0.31%Pt から 0.07%Pt へ下方修正されている。純輸出の押し下げが国内最終需要の押し上げに多少勝ったため、GDP から在庫投資を控除したベースの伸びは一次推計値の 2.1%が二次推計値で 2.0%へ若干だが下方修正された。

在庫投資以外は 4～6 月期並み、もしくは小幅減速

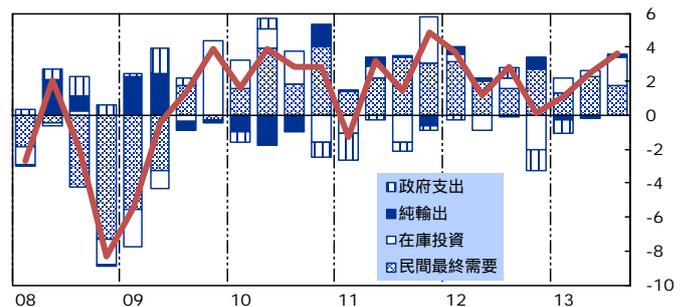
4～6 月期対比での動向を見ると、GDP 成長率は 4～6 月期の前期比年率 2.5%が 7～9 月期は 3.6%へ高まったが、在庫投資を除くベースでは 4～6 月期 2.1%が 7～9 月期は 2.0%とほぼ変わらずである。また、国内最終需要は 4～6 月期 2.1%が 7～9 月期 1.8%へ、民間最終需要も 4～6 月期 2.6%が 7～9 月期 2.1%へ減速している。現在まで公表された実体データを見る限り、10～12 月期の最終需要は 7～9 月期並みを確保できるが、大幅な加速までは期待できない。

在庫水準は過大であり、10～12 月期は在庫投資抑制の見込み

10～12 月期の米国経済を考える上では、7～9 月期の成長率を 1.7%Pt も押し上げた在庫投資の持続性が鍵を握る。内訳を見ると、農業在庫投資の寄与度は 0.1%Pt と僅かであり、非農業在庫投資が GDP 成長率を 1.58%Pt も押し上げている。在庫投資の拡大は、穀物豊作の影響ではない。

実質在庫残高の GDP（除く在庫投資）に対する比率は、2000 年以降のトレンド線を上回っており、過大である可能性が高い。加えて、上述したように 10～12 月期に最終需要の伸びの大幅な加速は期待できない点を勘案すると、在庫投資が抑制される可能性が高い。10～12 月期は在庫投資を除けば、7～9 月期並みの年率 2%程度の伸びを確保すると見込んでいるが、在庫投資の抑制により、GDP 成長率は年率 1%を下回る可能性があるだろう。

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



(出所) U.S. Department of Commerce

実質在庫残高の対GDP（除く在庫投資）比率（%）



(出所) Department of Commerce